


# Webinář

## Fund Portfolio Management

Daniel Kukačka, Fund Portfolio Management

Generali Investments CEE

Webinář



*Hodnota investice a příjem z ní mohou v průběhu doby trvání investice kolísat podle tržních podmínek, směnných kurzů a dalších vlivů a návratnost investované částky není tudíž zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí. Podrobné upozornění na rizika naleznete v závěru prezentace.*

# Obsah

## SEKCE I

- COVID – co se teď sleduje
- Vývoj vybraných ekonomik

## SEKCE II

- Měnová politika centrálních bank
- Vývoj a výhled státních a korporátních dluhopisů
- Situace na měnovém zajištění
- Vývoj jednotlivých segmentů akciových trhů
- Ropa

1. Covid a makro

2. Měnová politika a finanční trhy

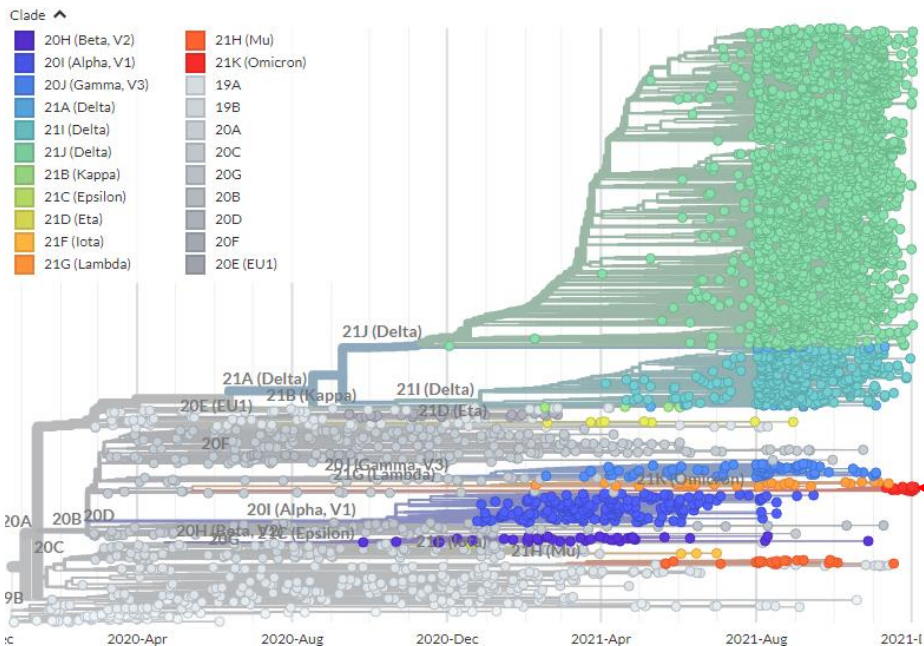


**Omicron – špatná nebo dobrá zpráva?**

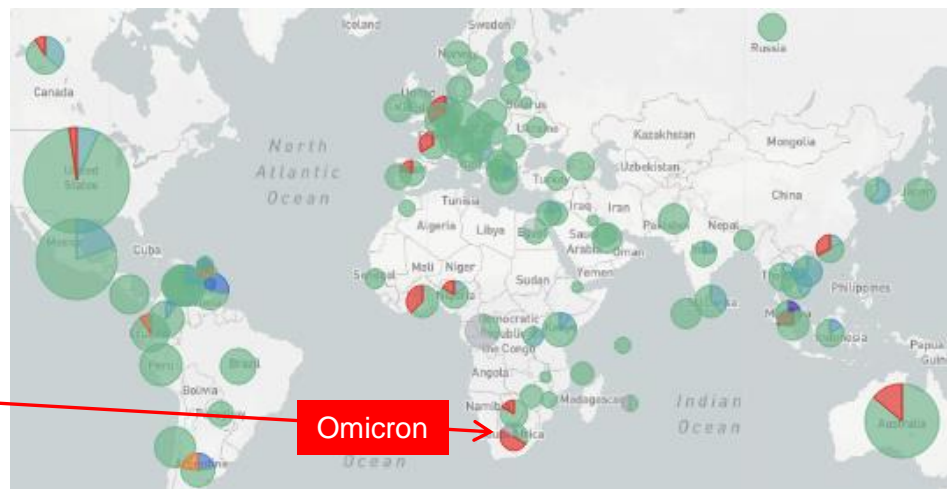
**Ekonomický růst zpomaluje, nikoliv však inflace**

# Výskyt mutací Covidu a jejich šíření

Teorie evoluce virů: růst nakažlivosti, pokles virulence



## Výskyt mutací od poloviny října 2021



Zdroj: <https://nextstrain.org/ncov/gisaid/global?dmin=2021-07-01>

## Proč vyvolala obavy

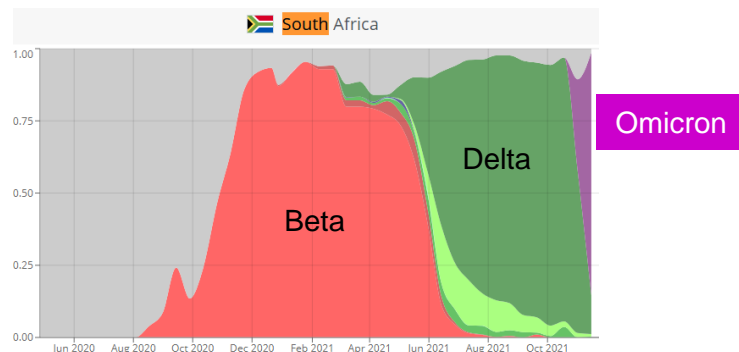
- Šíří se cca mnohem rychleji než delta – v Jižní Africe začala dominovat za pouhé 2 týdny
- → možná nahradí deltu v celém světě, zejména varianta BA.2. kterou podle článku z theguardian.com a blistry.cz z 7.11.2021 nelze zjistit PCR testem
- Obsahuje mnohem víc (50+) mutací, z toho 30+ ve spike proteinu
- → nižší účinnosti vakcín, bude potřeba booster 😞

## Klíčovou otázkou je míra závažnosti nemoci

- zatím státy hlásí lehčí průběh 😊
- I nižší závažnost při vyšší nakazivosti může zahltit nemocnice staršími lidmi

## Odpovědi na otázky se postupně upřesňují

## Podíl mutací covid v Jižní Africe

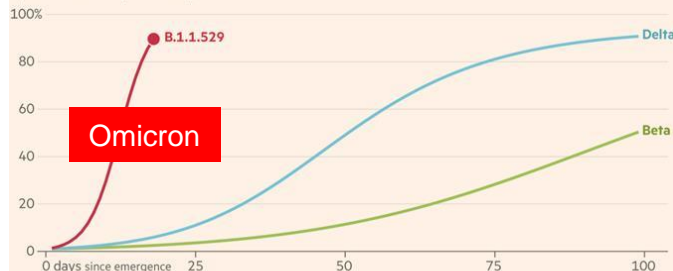


Zdroj: <https://covariants.org/per-country>

## Omicron získal v Jižní Africe dominanci mnohem rychleji, než předchozí mutace

A new variant is spreading rapidly in South Africa, and appears to be out-competing other variants much faster than previous variants of concern did

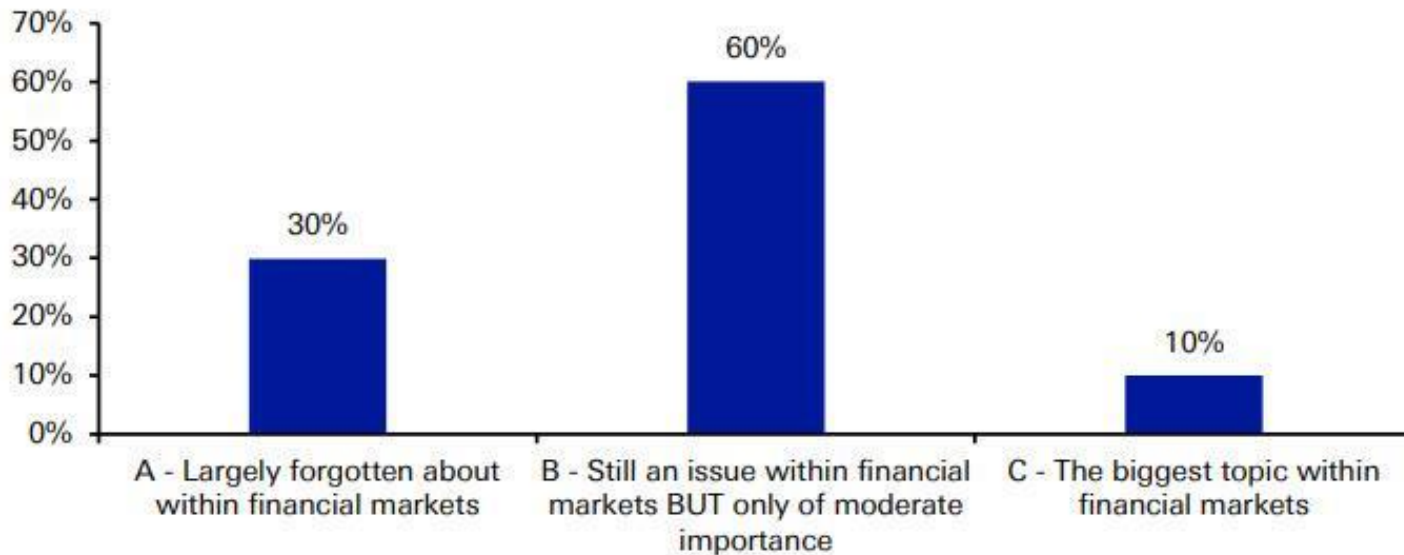
Share of all sequenced cases\* in South Africa accounted for by each variant, by number of days since it passed 1%



\*Growth of B.1.1.529 is modelled from SGTF data rather than full genomic sequences  
Source: FT analysis of data from GISAID and the South African National Health Laboratory Service  
© FT

# Investiční profesionálové již 29.11. nepovažovali mutaci omicron za výraznější riziko

Figure 1: With regard to the new covid variant Omicron, by the end of the year do you think this will be ...



Source : dbDIG Survey, Deutsche Bank Research

Note: Includes 1,569 respondents over 8 hours on 29<sup>th</sup> November

# Nové denní případy COVID – Podzimní vlna v EU pravděpodobně kulminuje

Mutace omicron může během pár měsíců zapříčinit další vlnu

## Daily new confirmed COVID-19 cases & deaths per million people

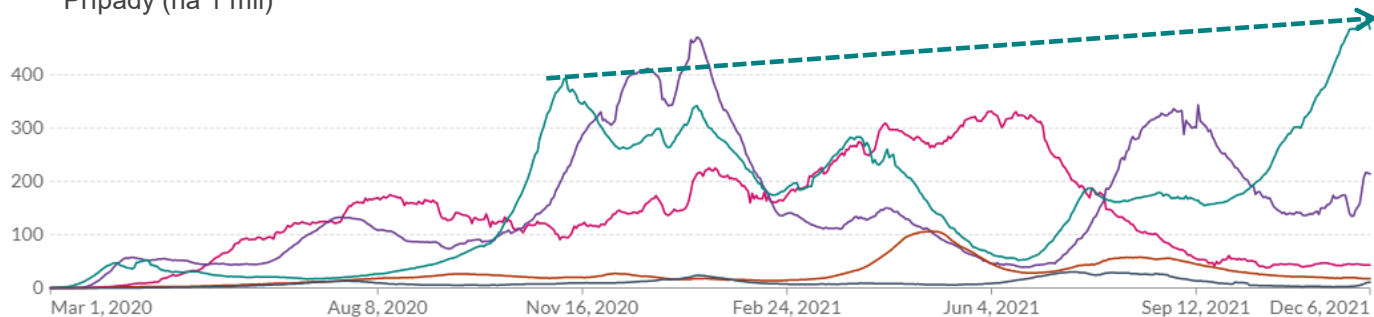
7-day rolling average. Limited testing and challenges in the attribution of cause of death means the cases and deaths counts may not be accurate.

Our World  
in Data

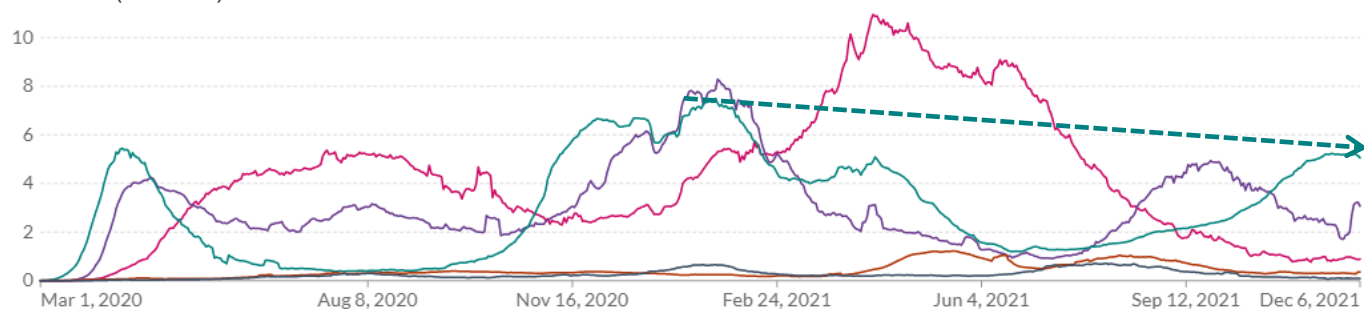
LINEAR LOG Uniform y-axis

Africa Asia Europe North America South America

Případy (na 1 mil)



Úmrtí (na 1 mil)



Nižší hodnoty, než na jaře  
díky vakcínám

# The big picture 2021





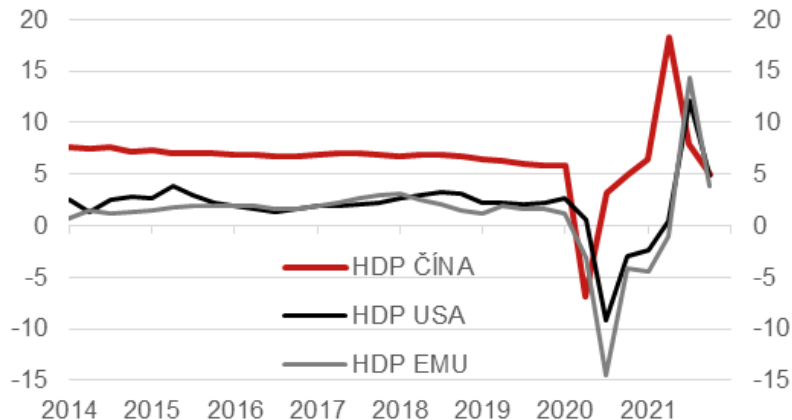
# Ekonomický růst ve světě zpomalí

Nadprůměrný růst se však čeká i pro příští rok

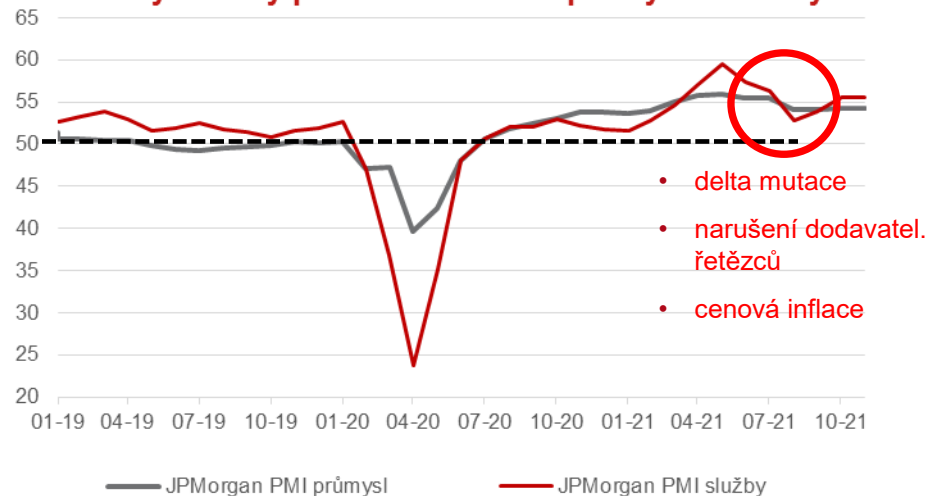
- Aktuálně pozorujeme vysoký meziroční růst HDP vlivem nízké srovnávací základny v minulém roce

- Indikátory důvěry podnikatelů (PMI) jsou dosud výrazně nad 50 (expanze)
- Ekonomická aktivita však zpomalila

### HDP G3 (růst % meziročně)



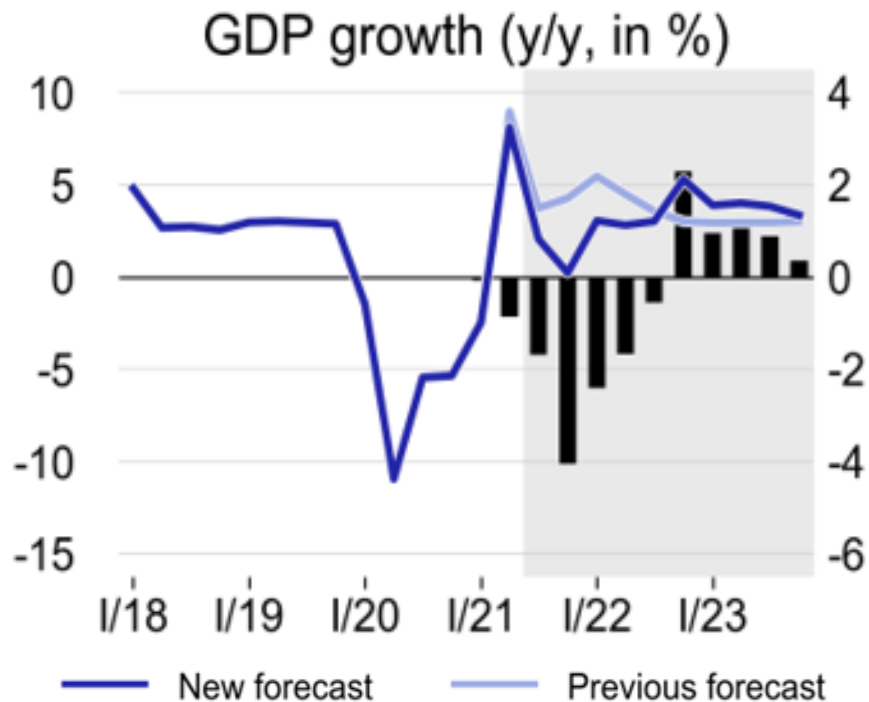
### Indexy důvěry podnikatelů PMI - průmysl a služby



# Ekonomika ČR v příštím roce zrychlí růst

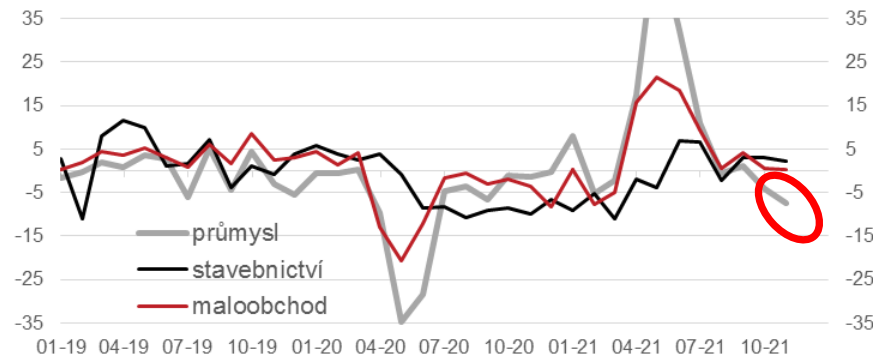
Podle makroekonomické predikce ČNB ze 4. listopadu

10



Zdroj:  ČESKÁ  
NÁRODNÍ BANKA

## ČR - maloobchod, průmysl, stavebnictví (růst % meziročně)

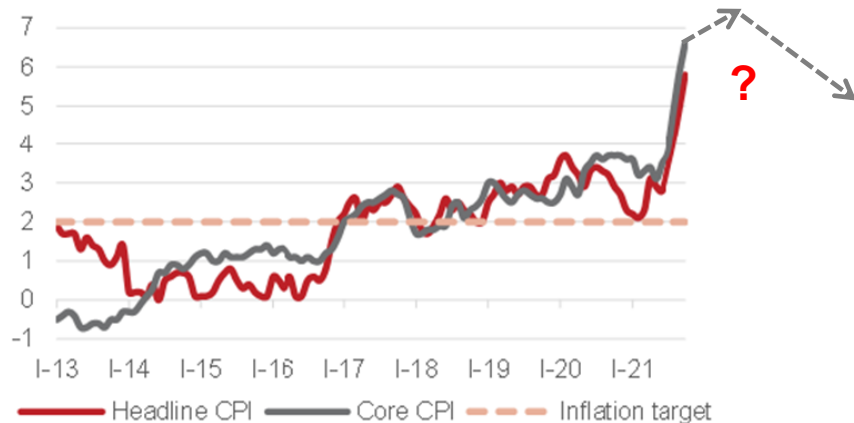


- **Maloobchod** – slušný růst kromě segmentu automobilů
- **Průmysl** – zpomalení růstu vlivem narušení dodavatelských řetězců (čipy, lodní kontejnery, atd.)
- **Stavebnictví** – mírný růst, zejména pozemní stavitelství, chybí materiál a zahraniční pracovníci
- **Nezaměstnanost** – pokles na 3,4% < počet volných pracovních míst

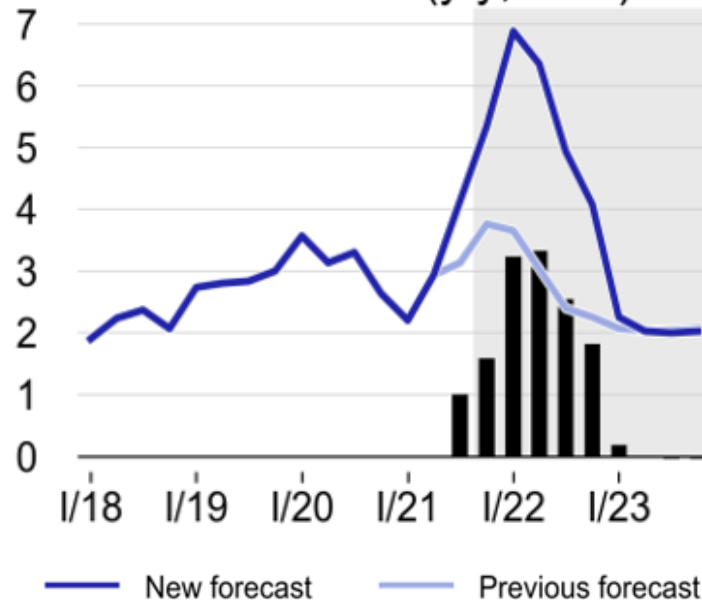
# Tuzemská inflace překvapila silným růstem

Vrcholu by měla dosáhnout v 1Q/2022

### Celková a jádrová inflace v ČR



### CPI inflation (y/y, in %)



## Tuzemská inflace roste rychleji, než predikce ČNB

- Proinflačně působí ceny potravin, komodit i služeb
- Silná poptávka umožňuje firmám zvyšovat ceny
- Ceny energií (elektřina, plyn) mají růst teprve před sebou (Green deal)

Erdogan přiměl centrální banku snížit sazby a způsobil tak propad TRY  
→ riziko pro bankovní sektor, prudce poroste inflace



## Ostatní je vcelku OK

- Ekonomický růst +7,4% yoy
- Devizové rezervy jsou vysoké (ovšem 1. prosince začala centrální banka intervenovat měnovém trhu)
- Deficit zahraničního obchodu klesá (turismus OK, roste export díky slabé TRY)
- Fundament bank se stabilizoval a u firem prudce zlepšil
- Epidemiologická situace je stabilizovaná
- Geopolitická rizika aktuálně nevýrazná

1. Makro a covid

2. Měnová politika a finanční trhy

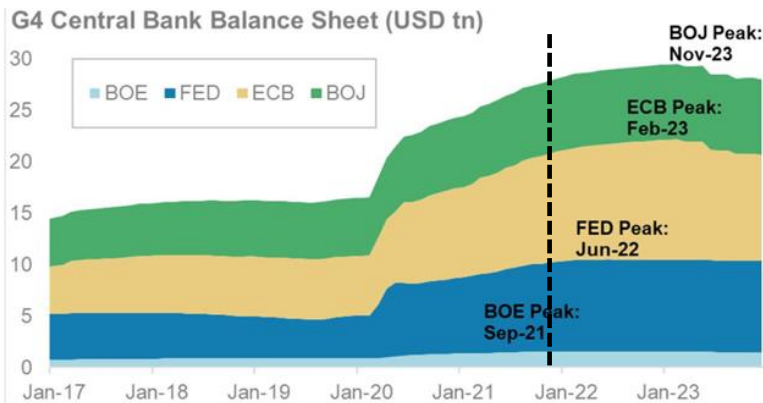


**Pokles korelací mezi regiony a sektory**

# Měnová politika ve světě: Čína uvolňuje, EM většinou zpřísňuje, FED a ECB zatím drží uvolněnou měnovou politiku

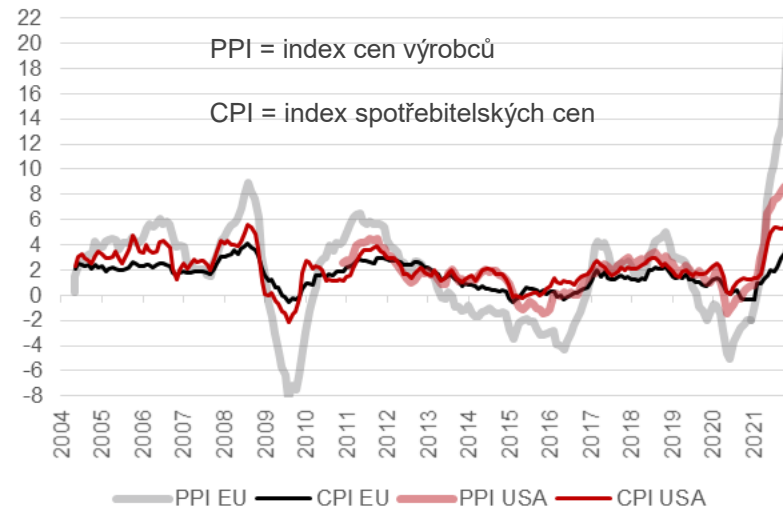
- **FED** – vypustil slovo „přechodná“ z inflace  
→ pravděpodobně urychlí redukci nákupu dluhopisů  
→ první zvýšení sazeb se čeká okolo poloviny 2022
- **ECB** – trvá na přechodnosti inflace  
– postupně zredukuje nákupy dluhopisů  
– zvýšení sazeb v nedohlednu
- **Čína** – 7. listopadu snížila povinné minimální rezervy bank

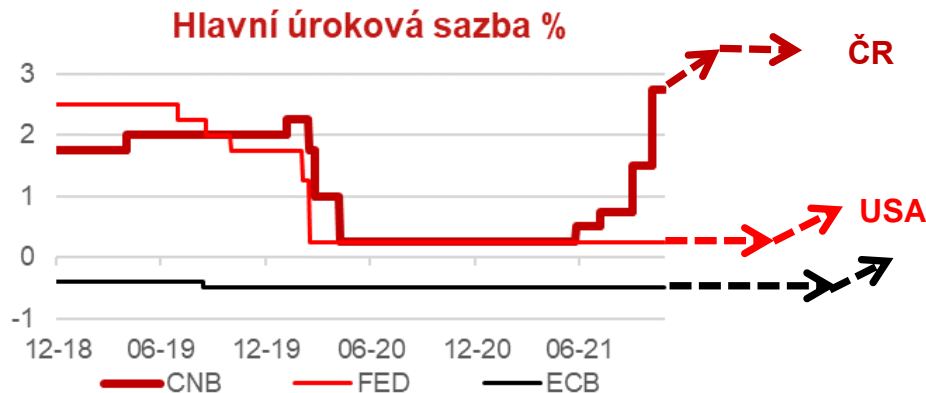
## Objem aktiv (dluhopisů) v držení G4 centrálních bank



Source: Fed, ECB, BoJ, BoE, Morgan Stanley Research forecasts

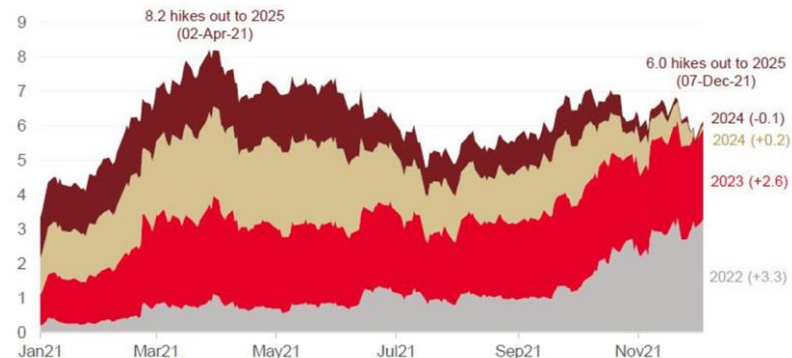
## CPI a PPI (% meziročně)





## Kolik ¼ % zvýšení sazeb se čeká v USA

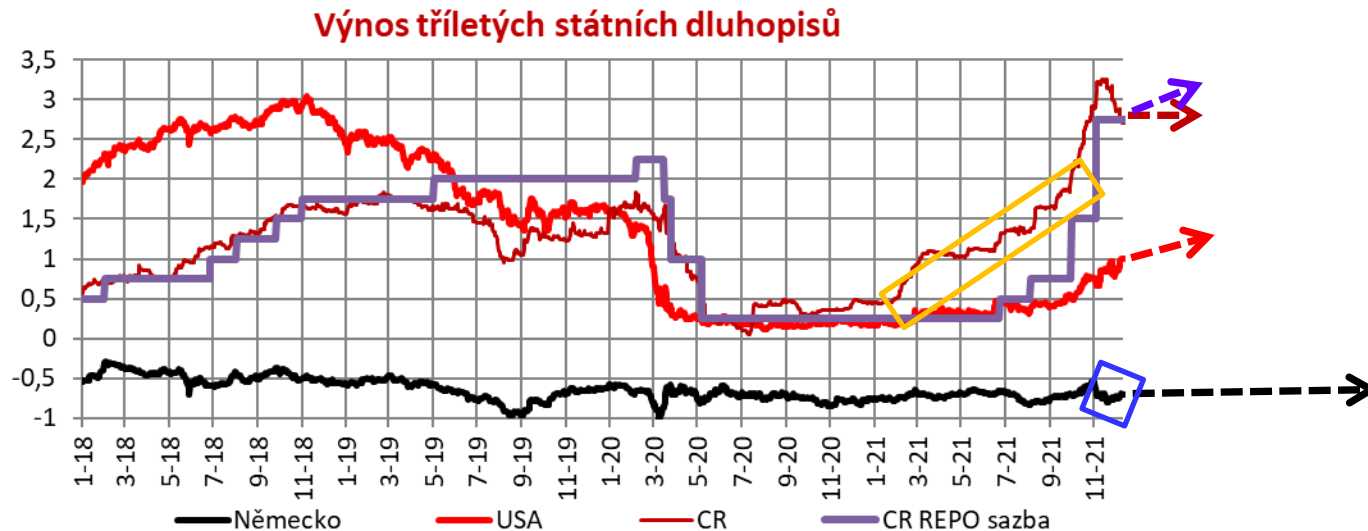
Fed hikes have been brought forward, but fewer hikes are priced in overall



Source: SG Cross Asset Research/Derivatives, Bloomberg

## Úrokové sazby

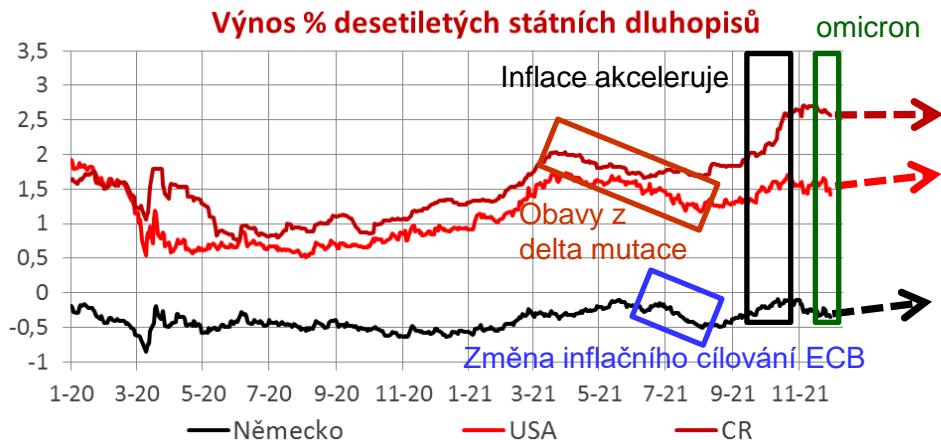
- ČNB v listopadu překvapila zvýšením o 1,25% na 2,75% s cílem omezit inflační očekávání. Další zvýšení bude pravděpodobně před vánoci.
- FED urychlí „tapering“ a začne zvyšovat sazby koncem 2Q / 2022
- ECB postupně omezí nákupy dluhopisů, možná (malá pravděpodobnost) zvýší sazby na konci 2022



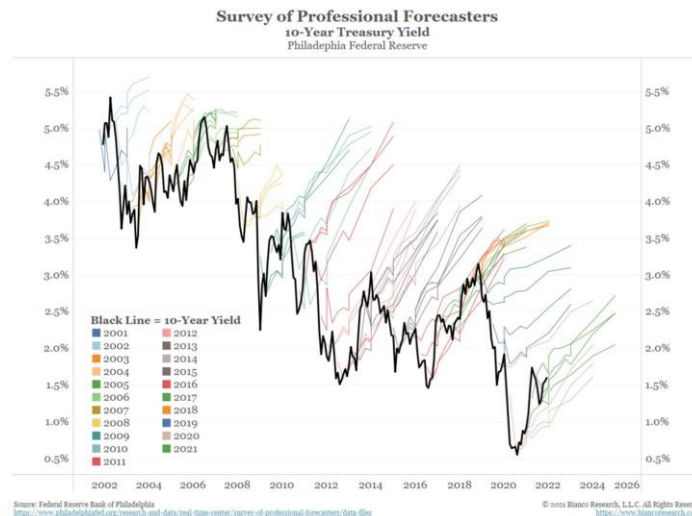
## Výnosy tříletých vládních dluhopisů

- CZK: růst předcházel vývoj sazeb ČNB (REPO sazby), čekáme stabilitu
- USD: mírný růst kvůli blížícímu-se taperingu
- EUR: Covid-19

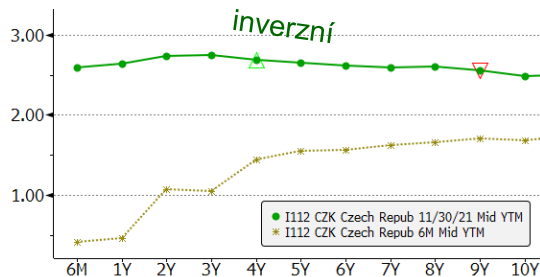




## 10ti leté USD výnosy – vývoj a predikce



## Výnosová křivka CZGB listopad a květen



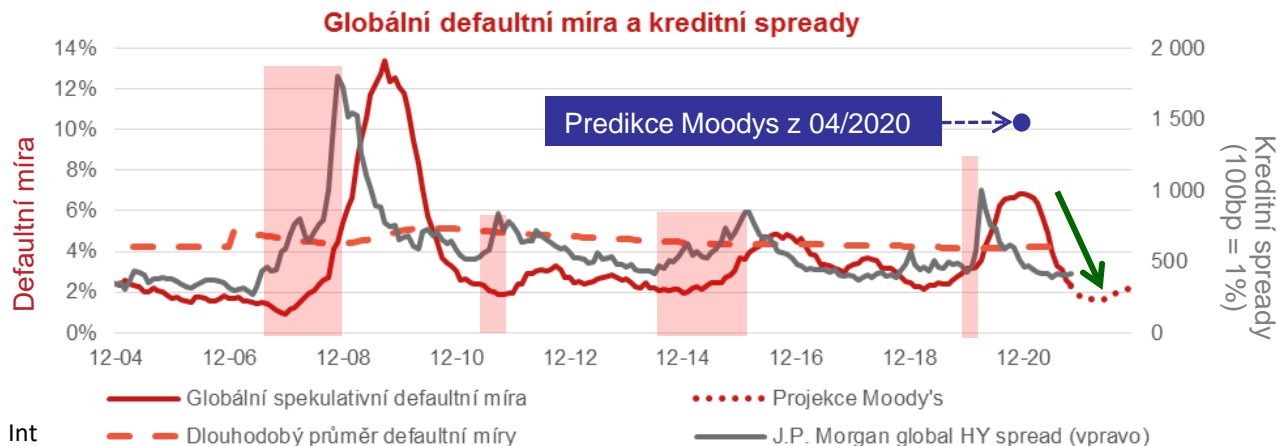
## Inverzní výnosová křivka v ČR implikuje

- Zpomalení ekonomického růstu a inflace
- Pokles úrokových sazeb v horizontu max 3 roky

# Korporátní dluhopisy – příznivý vývoj a výhled

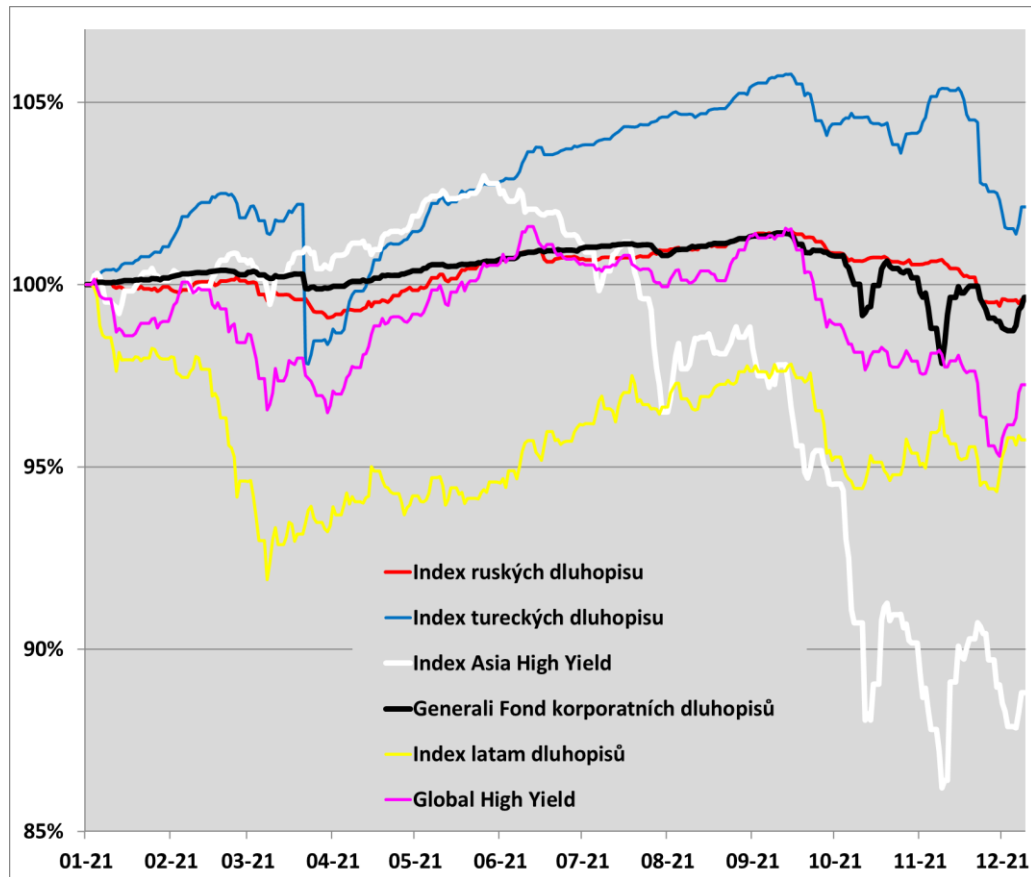
Analýzy firem/sektorů/států jsou důležité VŽDY (omezení defaultu a/nebo navýšení výnosového potenciálu fondu)

- **Globální defaultní sazby počítané agenturou Moody's (aktuálně 2,2%) pokračují v poklesu** ↓
  - ✓ Díky uvolněné měnové a fiskální politice a ekonomickému oživení, vedoucímu k zlepšení fundamentu firem
  - ✓ Moody's predikuje další pokles na 1,7% do konce roku 2021 a poté mírný růst
- **Kreditní prémie „předbíhají“ nárůst defaultních měř (pokles rovněž)**
  - ✓ Míra defaultů je za kreditními premiemi v průměru opožděna o 9 měsíců
- **Kreditní prémie od listopadu rostou**
  - ✓ Budoucí vývoj pod vlivem specifických regionálních faktorů
  - ✓ Z globálního pohledu závislý na obecné rizikové averzi investorů



# Indexy korporátních dluhopisů („total return“ = včetně naběhlých úroků)

Regionální indexy převážně neinvestičního ratingu



## Turecko

- ✓ vysoký nabíhající úrok
- ✓ pokles v 03 (výměna guvernéra) a v 09 a 11 snižování sazeb centrální bankou
- ✓ firemní fundament se zlepšuje

## Rusko

- ✓ od podzimu roste geopolitické napětí
- ✓ firemní fundament dobrý
- ✓ specifické vlivy

## Global High Yield (neinvestiční rating)

- ✓ index obsahuje zejména US a EU dluhopisy
- ✓ pod vlivem zpříšňování měnové politiky a všeobecné rizikové averze na finančních trzích

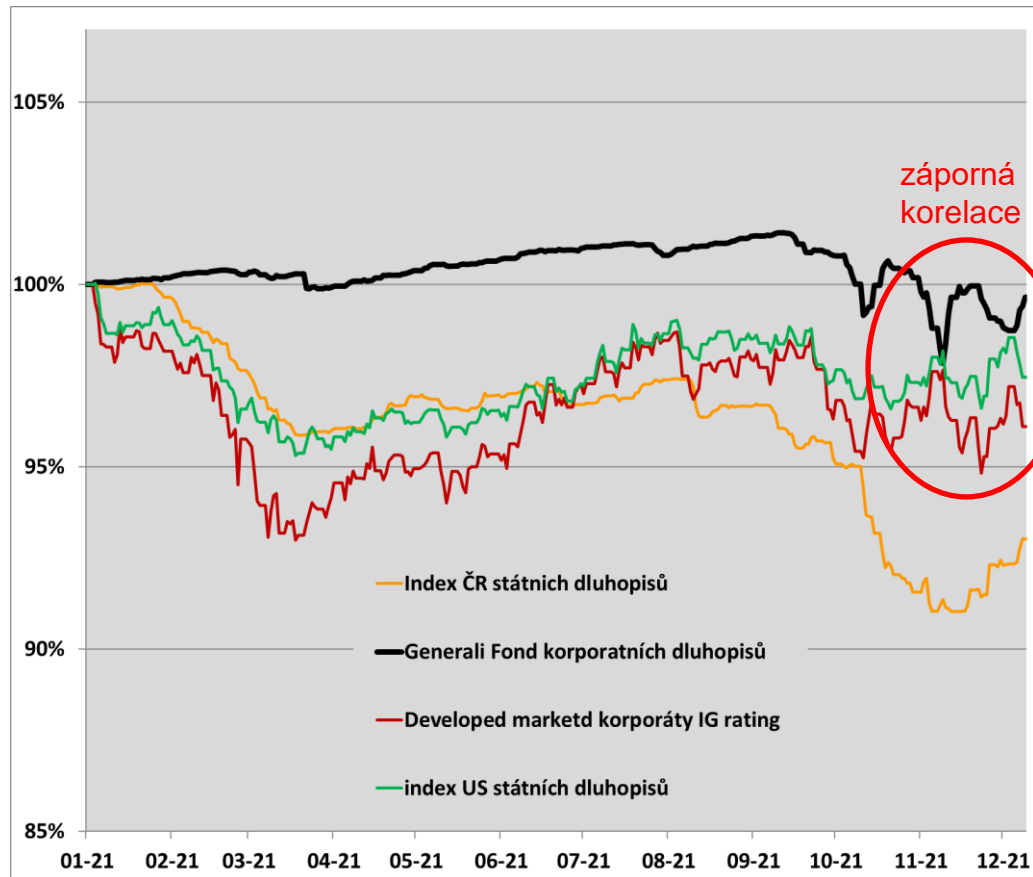
## Latinská Amerika

## Asie High Yield (index čínských developerů není dostupný)

- ✓ pod vlivem čínských developerů
- ✓ nepříznivý vliv nedostatku elektřiny
- ✓ všeobecný nárůst rizikové averze na podzim

# Indexy různých skupin dluhopisů („total return“ = včetně naběhlých úroků)

Indexy státních dluhopisů a korporátů investičního ratingu



## Státní dluhopisy USA

- ✓ nízký výnos do splatnosti
- ✓ pod vlivem blížícího se zpřísnování měnové politiky
- ✓ krátkodobě jsou záporně korelované s rizikovými aktivy

## Korporáty investičního ratingu z USA a EU

- ✓ podobný vývoj jako státní dluhopisy
- ✓ nízký výnos do splatnosti v důsledku nákupu dluhopisů centrálními bankami FED, ECB

## Státní dluhopisy České republiky

- ✓ podzimní pokles kvůli zvyšování sazeb ČNB
- ✓ v současné době již nabízejí zajímavý výnos okolo 2,7 % p.a. (pozitivní pro Generali konzervativní fond)

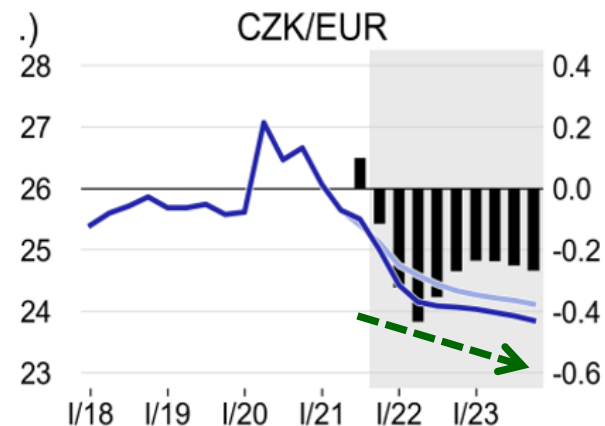
# Měnové zajištění = omezení měnového rizika + dodatečné výnosy (od 2021)

Výnosy z měnového zajištění porostou spolu se zvyšováním sazeb ČNB



Prognóza kurzu (CZK/EUR)

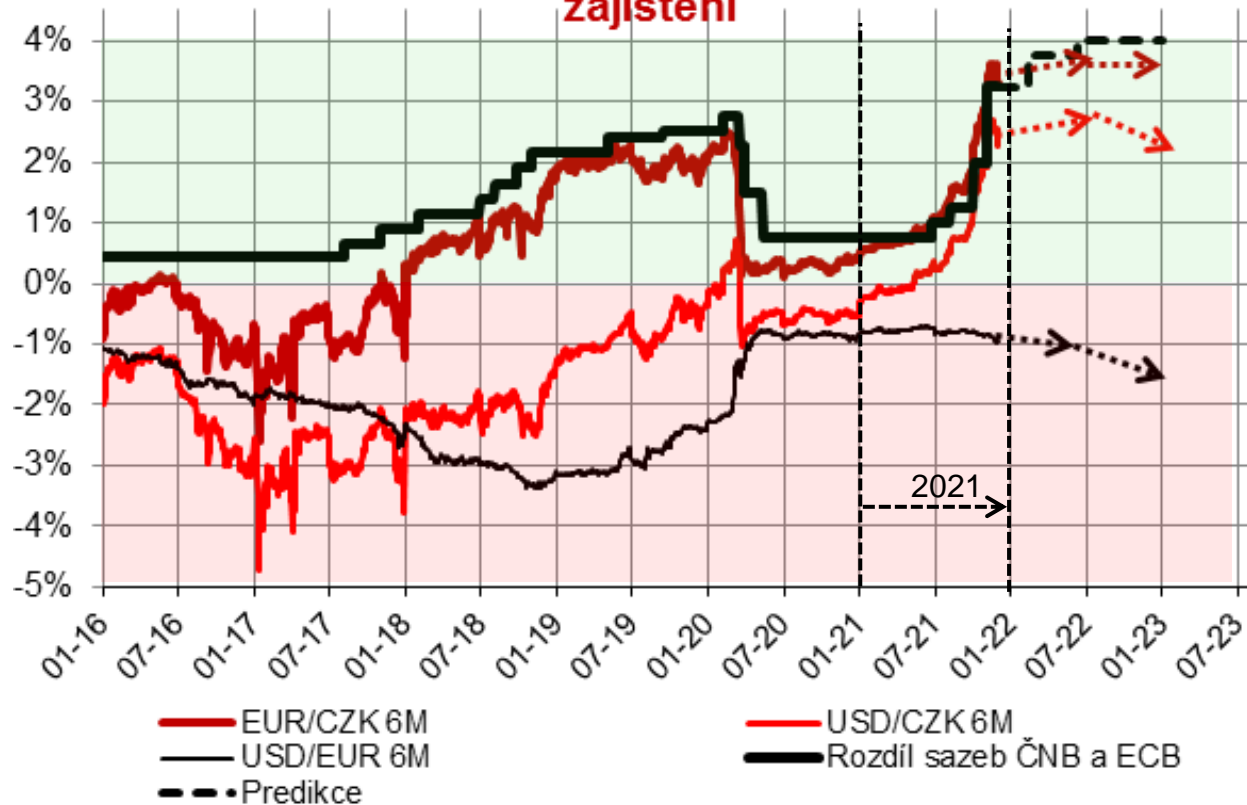
■ minulá prognóza   ■ nová prognóza



# Měnové zajištění = omezení měnového rizika + dodatečné výnosy (od 2021)

Výnosy z měnového zajištění rostou spolu se zvyšováním sazeb ČNB

## Anualizované ~~náklady~~/výnosy z měnového zajištění



Za zajištění EUR korunové fondy inkasují přes 3% p.a.

Za zajištění USD korunové fondy inkasují přes 2% p.a.

## Zlato

- Pokračuje nepříznivý vliv očekávaného zpříšňování měnové politiky doprovázený posilujícím USD

## Index státních dluhopisů USA

- Jaro + léto: růst indexu díky odkladu zpřísnění měnové politiky FEDu
- Podzim: inflační rizika eskalují, blíží se tapering FEDu
- Konec listopadu: omicron = útěk do bezpečí = krátkodobý růst indexu

## Index dluhopisů neinvestičního ratingu

- Do počátku podzimu mírný pokles

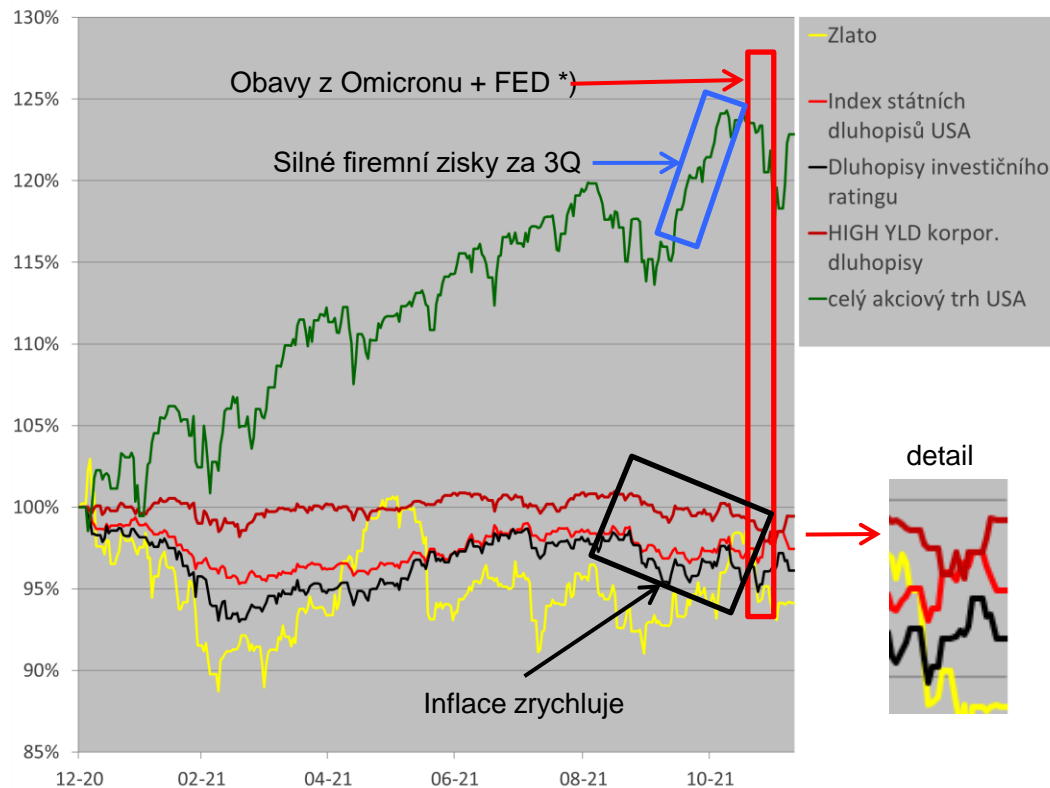
## Index dluhopisů investičního ratingu

- Podobný vývoj jako státní dluhopisy

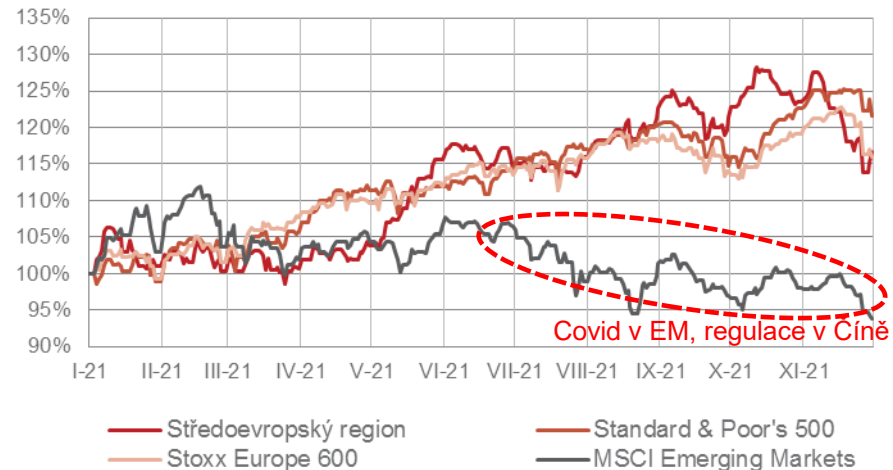
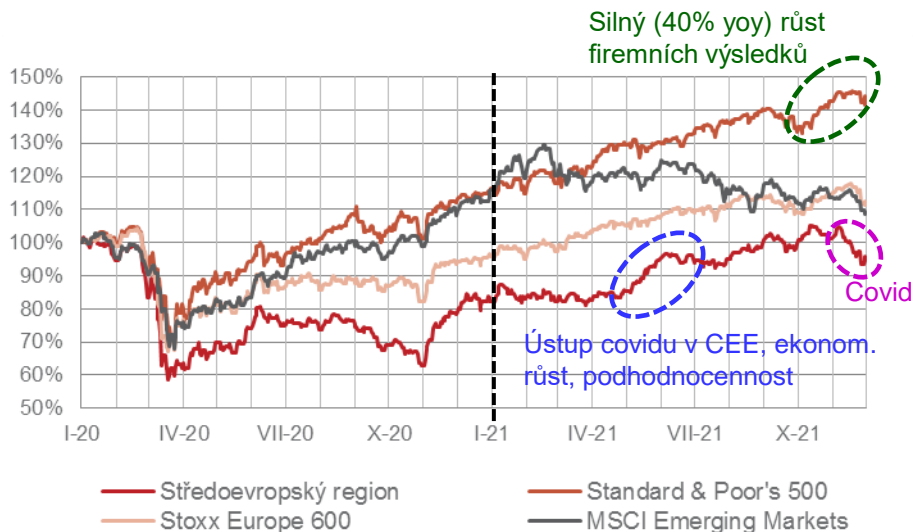
## Akcie rostou

- Silný růst firemních zisků
- Výnosy ostatních „klasických“ aktiv jsou nízké
- Citlivost na inflační a epidemiologická rizika

### Indexy USA pro hlavní aktiva - vývoj od 2021



\*) Powell 30.11. „nastal čas vypustit termín „přechodná“ když hovoříme o inflaci“ → zrychlení taperingu



## Od roku 2020

- +** Akcie USA díky FEDu, fiskální podpoře a růstu firemních zisků
- Akcie CEE

## V letošním roce

- +** Akcie USA a západní Evropy = podobný vývoj
- +** CEE na jaře dohonila letošní ztrátu
- Emerging Markets klesají kvůli kombinaci faktorů
  - obavy z delta varianty
  - regulace v Číně
  - obavy z FED taperingu



# Ocenění akciových trhů proti historii – USA nadhodnocení, EU a CEE blízko fair value

Proč? Kvůli extrémně uvolněné měnové politice FEDu

Stejně tak jsou nadhodnocené i vládní dluhopisy USA

## S&P 500: cheap or expensive?

**Table 1: S&P 500 Valuations - shading indicates that metric is statistically expensive relative to history (as of 10/31/21)**  
S&P 500 valuation metrics

Metric	Current	Average	Avg. ex. Tech Bubble	Min	Max	% Above (below) avg	Z-Score	History
Trailing PE	25.2	16.4	15.8	6.7	30.5	53.0%	1.8	1960-present
Trailing GAAP PE	29.0	19.6	18.8	6.7	122.4	48.3%	0.8	1960-present
Forward Consensus PE	21.2	15.6	14.8	9.8	25.1	35.6%	1.6	1986-present
Trailing Normalized PE	28.3	19.3	18.1	9.2	33.9	46.3%	1.9	9/1987-present
Median Forward P/E	19.5	15.4	15.1	9.7	22.0	27.1%	1.8	1986-present
Shiller PE	38.3	17.2	16.6	4.8	44.2	122.9%	3.0	1881-present
P/BV	4.90	2.59	2.40	0.98	5.34	89.2%	2.3	1978-present
EV/EBITDA	15.6	10.4	10.0	6.0	17.1	50.8%	2.2	1986-present
Trailing PEG	1.32	1.64	1.61	1.07	2.90	-19.9%	-1.0	1986-present
Forward PEG	1.11	1.40	1.37	0.92	3.36	-21.0%	-0.9	1986-present
P/OCF	19.4	11.0	10.4	5.4	19.5	76.0%	2.6	1986-present
P/FCF	30.9	27.9	24.9	12.9	65.7	10.5%	0.3	1986-present
EV/Sales	3.32	1.93	1.86	0.86	3.38	72.0%	2.5	1986-present
ERP (Market-Based)	850	498	514	136	880	70.8%	-1.8	11/1980-present
Normalized ERP	417	316	358	-91	965	31.9%	-0.5	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.77	0.66	0.65	0.17	3.01	17.7%	-0.3	1953-present
S&P 500 in WTI terms	56.5	26.0	23.6	2.7	175.3	117.3%	1.6	1960-present
S&P 500 in Gold terms	2.60	1.62	1.39	0.17	5.48	60.7%	0.9	1968-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	1.28	1.01	0.96	0.76	1.70	26.5%	1.4	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.72	0.64	0.60	0.22	1.72	170.3%	3.4	1964-present

\*Above average implied equities are attractive relative to bonds. Note: Trailing P/E based on GAAP EPS from 1960-77, Operating EPS from 1978-87, Pro forma EPS 1988-now. Trailing GAAP P/E based on GAAP P/E for entire series. Market-based ERP based on DDM-implied S&P 500 return less AAA corp bond yield. Normalized ERP based on normalized EPS yield less normalized real risk-free rate. \*\*PEG ratios remain above average excluding TSLA

Source: S&P, Compustat, Bloomberg, FactSet/First Call, BofA US Equity & Quant Strategy

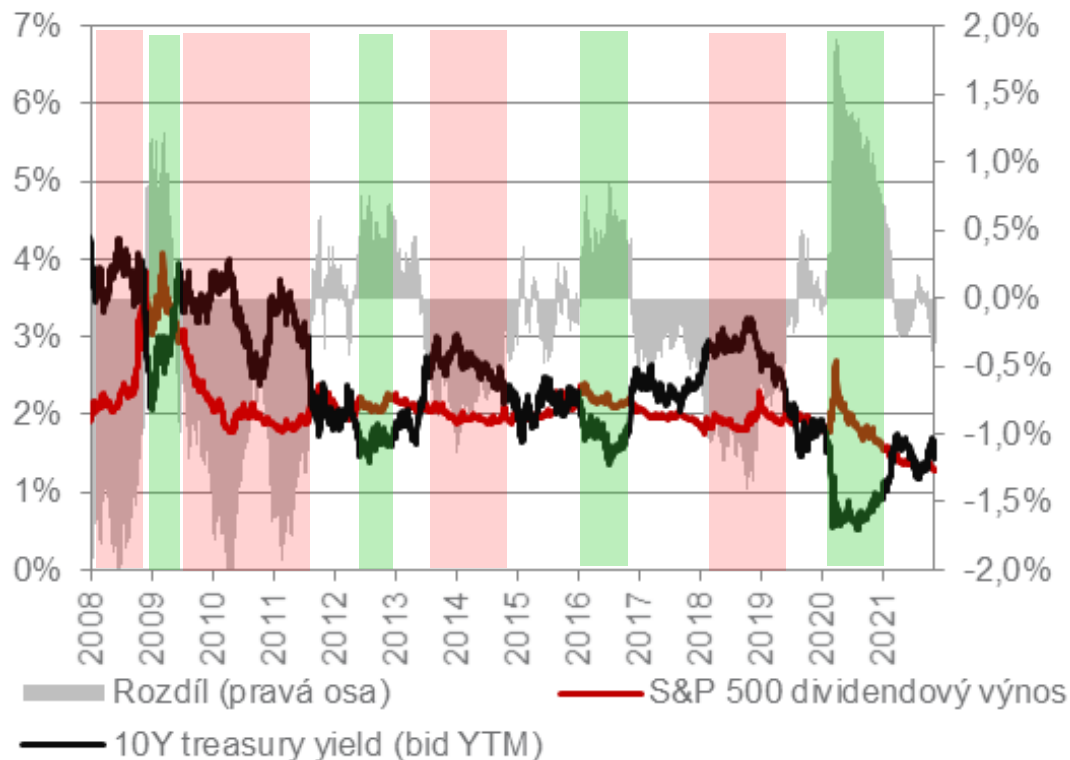
BofA GLOBAL RESEARCH



# Akcie USA jsou proti vládním dluhopisům férově oceněny

A to je důležité, protože investoři porovnávají investice mezi sebou

## USA: akcie versus vládní dluhopisy



Otázkou tedy je, do jaké míry:

- zpřísnění měnové politiky FEDu povede k růstu výnosů státních dluhopisů
- a tím sníží atraktivitu akcií ?

Odpověď je: pouze mírně



Source: Federal Reserve Bank of Philadelphia  
<https://www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasters-data-file>

© 2021 BlackRock Research, L.L.C. All Rights Reserved  
<https://www.blackrock.com>

# Příští rok bude výnos akciových trhů spíše podprůměrný

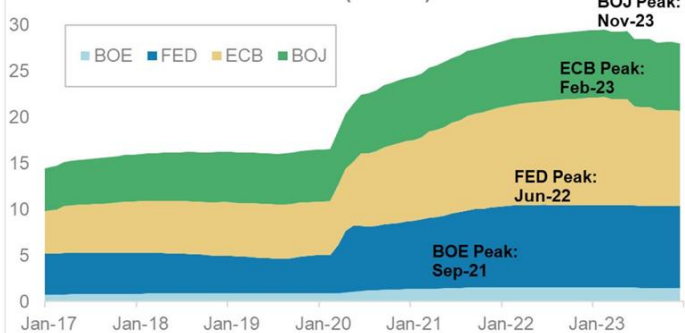
Tak jak to bývá v období zpřísňování měnové politiky

27

Morgan Stanley

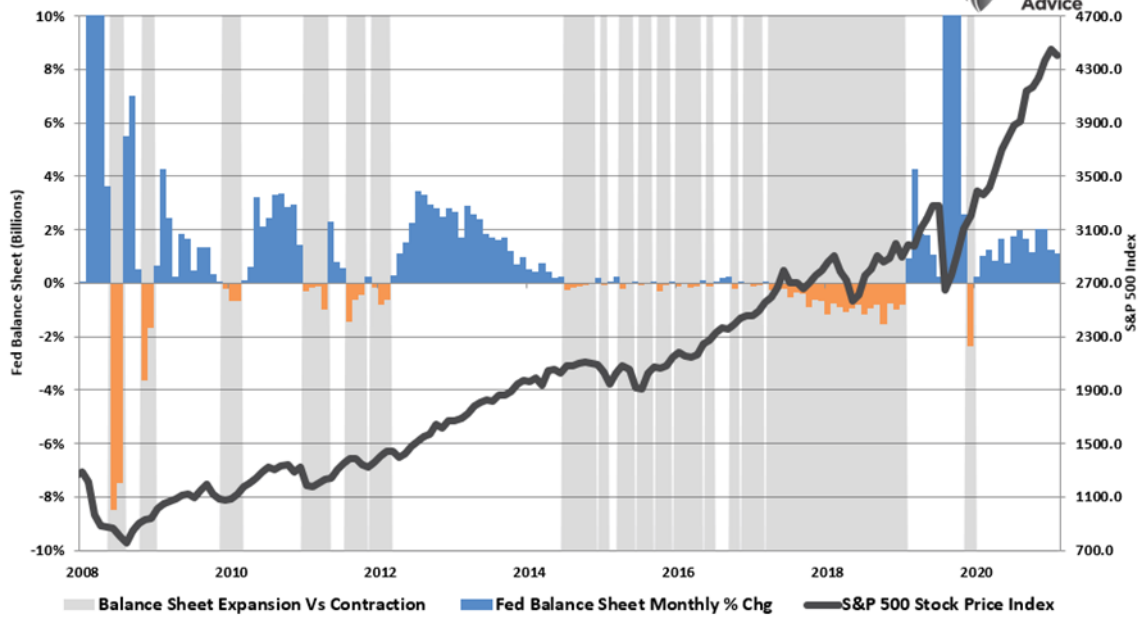
Normalizing Growth + Above-Trend Inflation = QE Starts to Roll Back

## G4 Central Bank Balance Sheet (USD tn)



Source: Fed, ECB, BoJ, BoE, Morgan Stanley Research forecasts

## Fed Balance Sheet Expansion/Contraction Vs. S&P 500



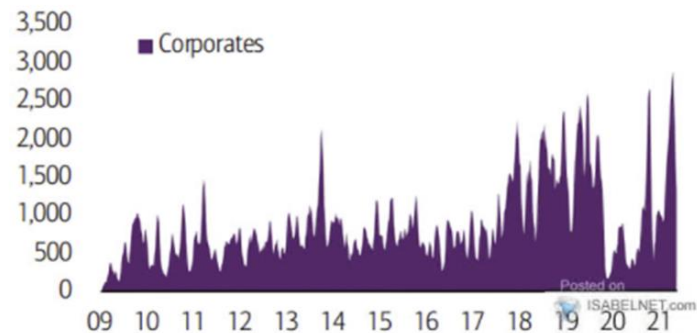
## Ovšem nejistota predikce je vysoká

- Pokud covid mutace omicron nahradí deltu a potvrdí se její nižší závažnost → pozitivní pro ekonomiky a akcie
- Paradoxně – případné zpomalení ekonomiky (např. kvůli covidu) pokud bude doprovázeno poklesem inflace nemusí být nutně nepříznivé pro akcie, protože by odložilo zvyšování sazeb FEDu

- Pozitivní vliv buybacků (nákupy vlastních akcií ze strany firem) bude pokračovat

**Exhibit 32: Buybacks by corp. clients peaking after recent highs**

Corporate clients (4 wk avg, \$ mn)



Source: BofA Securities

- Ekonomické zpomalení může snížit investiční akciový apetit investorů

**Chart 1: BofA FMS disconnect between growth optimism & allocation to stocks widens**

Net % of asset allocators OW Equities vs net % investors predicting a stronger economy



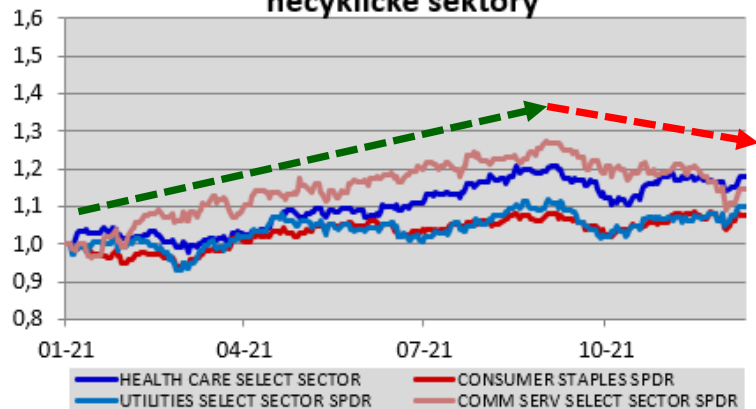
Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

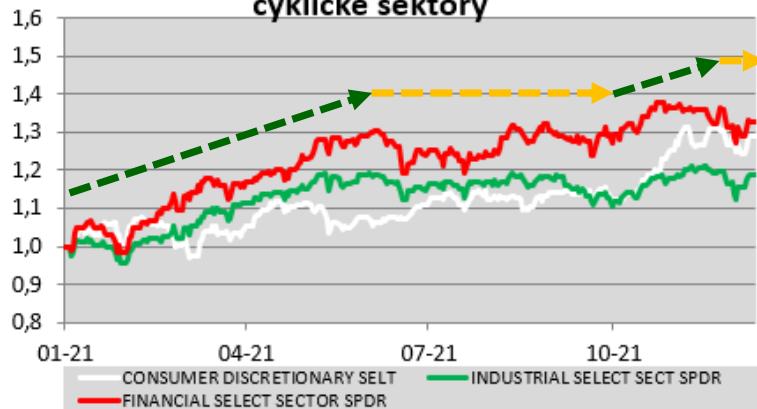
# Odlišný vývoj akciových sektorů

Použity indexy z USA

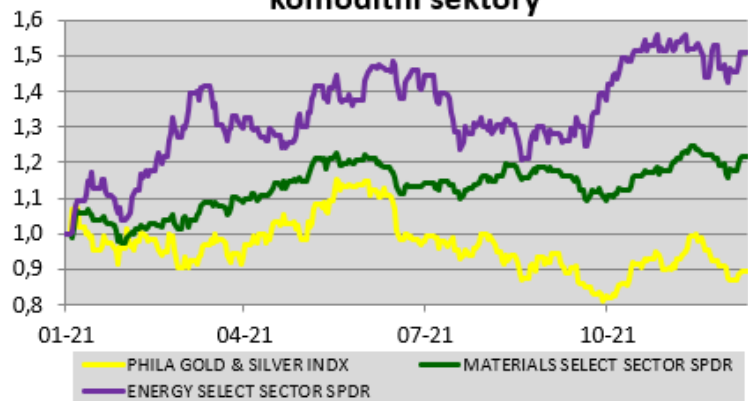
### necyklické sektory



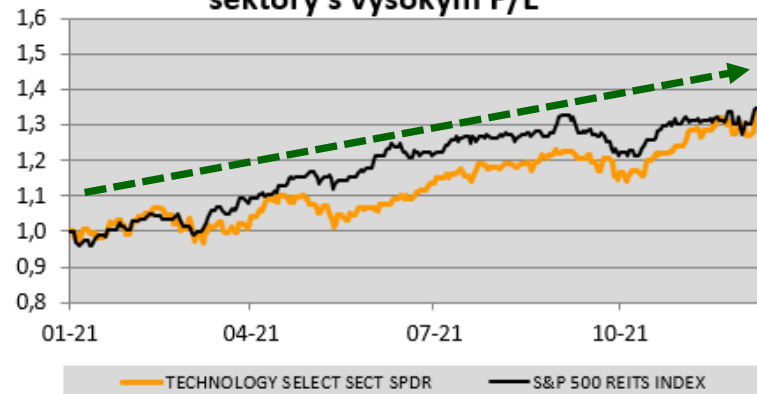
### cyklické sektory



### komoditní sektory



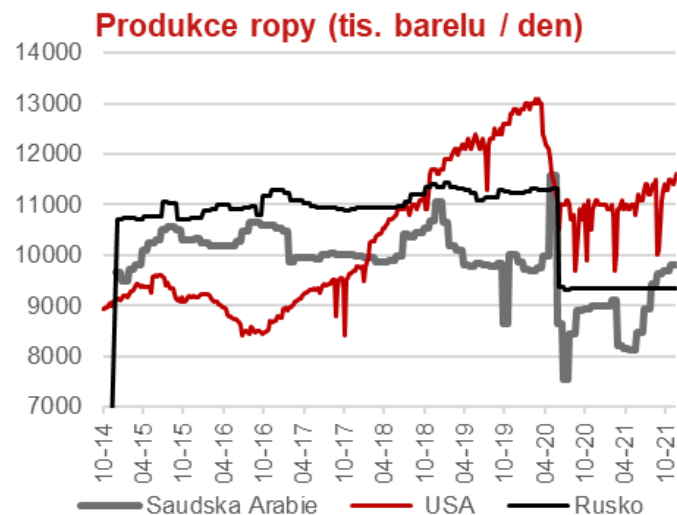
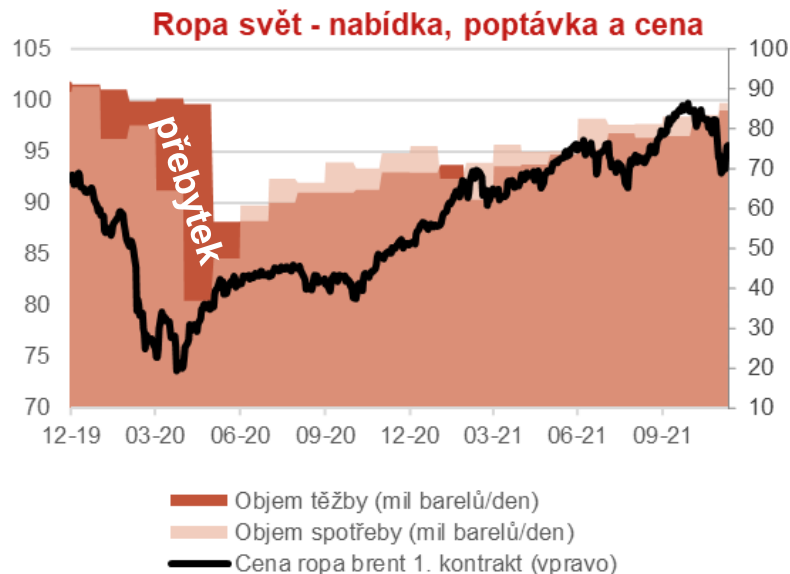
### sektory s vysokým P/E



# Ropa mírně koriguje kvůli navyšování těžby a uvolnění ropných rezerv

Čekáme mírný růst cen ropy

- Poptávka pomalu roste
- USA, Japonsko a Indie uvolnily část ropných rezerv
- OPEC postupně navyšuje těžbu
- Omezené výdaje ropných firem na infrastrukturu budou v delším horizontu brzdit růst nabídky



## Upozornění na rizika

Tento propagační materiál vyhotovila investiční společnost Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. a jsou v něm vyjádřeny názory jejích pracovníků. Při přípravě společnost vycházela z důvěryhodných externích zdrojů, avšak nemůže odpovídat za úplnost a přesnost takto převzatých informací. Uvedené informace jsou nezávazné, mají pouze informativní charakter a neberou v úvahu situaci ani osobní poměry jednotlivých investorů a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům. Nejedná se o nabídku či veřejnou nabídku ani o návrh k uzavření smlouvy a materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství ani nepředstavuje investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů.

Hodnota investice a příjem z ní mohou v průběhu doby trvání investice kolísat podle tržních podmínek, směnných kurzů a dalších vlivů a návratnost investované částky není tudíž zaručena. Výkonnost v minulosti není zárukou výkonnosti budoucí.

Účelem materiálu není nahradit ani shrnout statut a/nebo prospekt fondu a sdělení klíčových informací pro investory, v nichž jsou uvedeny podrobné informace o společnostech obhospodařovaných fondech, včetně informací o poplatcích a rizicích a investiční strategii v českém jazyce, u fondů s domicilem v Irsku v anglickém jazyce. Dokumenty jsou dostupné na internetových stránkách [www.generali-investments.cz](http://www.generali-investments.cz) a v listinné podobě v sídle a kontaktním místě společnosti a u smluvních partnerů.

Bližší údaje o společnosti a jí poskytovaných službách jsou k dispozici na [www.generali-investments.cz](http://www.generali-investments.cz).

### Kontakt:

Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s.  
Fund Portfolio Management  
info@generali-investments.cz  
Klientská linka +420 281 044 198  
www.generali-investments.cz